

LA MANZANA DE LA DISCORDIA: INDAGACIONES SOBRE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN LOS MERCADOS BURSÁTILES.

Manuela Jaramillo Morales.

Cod. 2010 1008 4084

*Monografía de Grado presentada como requisito para optar por
el título de Abogado.*

Asesor: Profesor Ramiro Rengifo Higueta.

Medellín

Universidad EAFIT

Escuela de Derecho.

2015

Tabla de contenidos.

1. INTRODUCCIÓN.	3
2. OBJETIVOS.	6
2.1. OBJETIVO PRINCIPAL.	6
2.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS.	6
3. METODOLOGÍA.	7
4. ALCANCE Y LÍMITES DEL PROYECTO.	8
5. MARCO TEÓRICO.	9
5.1. ¿QUÉ SE ENTIENDE POR INFORMACIÓN PRIVILEGIADA?	9
5.1.1. <i>¿Cómo evolucionó el concepto normativo de Información Privilegiada?</i>	11
5.1.2. <i>¿Quiénes hacen uso indebido de la Información Privilegiada?</i>	18
5.1.3. <i>La conducta del tipping.</i>	24
5.1.4. <i>¿Qué tipo de información se considera privilegiada?</i>	24
5.1.5. <i>¿Qué entidades regulan, controlan y supervisan las actividades del mercado de valores y el uso de la Información Privilegiada?</i>	32
5.1.6. <i>¿Cuál es el marco sancionatorio vigente para el uso indebido de la Información Privilegiada?</i>	38
5.2. LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA DESDE EL ENFOQUE INTERNACIONAL.	42
5.3. CONCLUSIONES.	48
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.	54
REFERENCIAS NORMATIVAS Y DE REGULACIÓN NACIONAL.	54
REFERENCIAS NORMATIVAS Y DE REGULACIÓN INTERNACIONAL.	63
REFERENCIAS DOCTRINALES A NIVEL NACIONAL E INTERNACIONAL.	66
REFERENCIAS DE ORGANISMOS INTERNACIONALES.	68
OTRAS REFERENCIAS.	68

1. INTRODUCCIÓN.

“En junio de 1815, Napoleón fue derrotado en la batalla de Waterloo por las tropas británicas al mando del Duque de Wellington. Se dice que un hombre de apellido Rothwort, mensajero de la familia Rothschild, presenció la batalla y cuando estuvo seguro de que Napoleón sería vencido, salió a toda marcha hacia Londres para llevar a su patrón la noticia antes que el mensajero oficial pudiese dar por enterada a toda la comunidad. Tenía caballos preparados y un barco esperando para cruzar el canal de la Mancha. El hombre consiguió adelantarse en varias horas al correo oficial.

Cuando Nathan Rothschild recibió la noticia, dio orden de comenzar a vender acciones con urgencia en la bolsa londinense. El resto de los inversionistas sabían que los Rothschild poseían su propio servicio de información, y por lo tanto, se enteraban de las noticias y acontecimientos antes que la competencia. En batallas anteriores, la suerte parecía favorecer a los franceses y la opinión pública mayoritaria apuntaba a que Inglaterra perdería la guerra.

Así fue como la mayoría de los inversionistas de la época, notando que Rothschild vendía títulos a cualquier precio y seguros de que habían perdido la guerra con Napoleón, vendieron sus acciones provocando una caída en los precios y cotizaciones. Una vez los precios fueron irrisorios; los Rothschild, utilizando a algunos agentes como mediadores, compraron una cantidad enorme de los títulos de la deuda de guerra británica. Cuando el correo enviado por Wellington llegó a Londres e informó de la victoria frente a Napoleón, las cotizaciones se dispararon subiendo por encima de los niveles que tenían antes de la caída”.¹

¹ HAVEL. *Una historia que todo inversor debería leer*. Rankia, Comunidad Financiera. Publicado el 21 de Diciembre de 2009. [En línea]. Disponible en: <http://www.rankia.com/blog/optinver/407460-historia-que-todo-inversor-deberia-leer> Consultado el 02 de septiembre de 2014. 8:58.

La mítica historia de la familia Rothschild y otras en nuestra era contemporánea, ilustran el problema de la información privilegiada y el manejo que se hace de ella, especialmente cuando se habla del mercado financiero. Pero ¿Qué es realmente la información privilegiada? ¿Quién puede hacer uso de ella y bajo qué condiciones? ¿Cómo afecta los mercados bursátiles si se hace un buen o un mal uso de ella? ¿Es la regulación actual suficiente para repeler o prevenir casos en los que se filtre información privilegiada? ¿En qué consiste el fenómeno del *inside trading*?

El manejo de lo que se “des-conoce” como información privilegiada va más allá de la afectación de un mercado local. Los fenómenos actuales de difusión rápida de recursos mediante tecnologías altamente desarrolladas nos vinculan a una red global, donde las finanzas de unos pocos pueden llegar a afectar millones de cuentas alrededor del mundo.

No hay que ir tan lejos en la historia ni en la jurisdicción para identificar una problemática de este tipo. En Colombia, en el año 2004, cuando se alzaron los rumores de compra de la Compañía Colombiana de Tabacos (Coltabaco) por parte de la Phillip Morris, el señor Héctor Arango Gaviria, inversionista; en un término de dos días invirtió alrededor de una tercera parte de su patrimonio en la adquisición de acciones de la tabacalera realizando operaciones propias y otras a nombre de su cónyuge.

Se determinó en la investigación de la Superintendencia Financiera que en el mes de agosto, se realizaron llamadas a personas vinculadas o relacionadas con Coltabaco y adicionalmente se recibieron llamadas por parte de estas mismas personas, evidenciando un grado de cercanía importante entre estas y el implicado.

En el proceso adelantado en su contra, se estableció que el señor Arango, hizo

uso de información privilegiada: *“para comprar 69.359 acciones de la Compañía Colombiana de Tabaco (Coltabaco), por valor de 650 millones de pesos, los días 30 y 31 de agosto de 2004, antes del proceso de venta ya mencionado”*². Fruto de estas operaciones, el beneficio reportado en utilidad para el señor Arango fue tasado en más de 150 millones de pesos.

El señor Héctor Arango había laborado en entidades como la Compañía Nacional de Chocolates, Fabricato, Almacén, Inversiones La Merced, Cementos Argos, Bancolombia, Comercializadora Fabricato y Colombiana de Café, todas ellas accionistas directas o indirectas de Coltabaco y ejerciendo cargos en entes administrativos o labores que le permitían acudir a reuniones de junta directiva.

Ciertamente la conducta anteriormente descrita se ajusta a los parámetros de uso indebido de información privilegiada que serán objeto de estudio en este texto y que se abordará para comprender el significado y alcance de las disposiciones que regulan la temática en nuestro país.

Habiendo realizado esta breve introducción, esta monografía abordará las tesis interpretativas de la información privilegiada y la regulación vigente sobre la materia a nivel nacional y pretenderá indagar sobre los vacíos contenidos en la legislación, haciendo uso del derecho comparado con el derecho estadounidense para esta finalidad.

² Revista Semana. “Sanción ejemplar”. Sección Economía. 2008. [En línea]. Disponible en: <http://www.semana.com/economia/articulo/sancion-ejemplar/95839-3> Consultado el 13 de abril de 2015. 6:47

2. OBJETIVOS.

2.1. Objetivo Principal.

Desarrollar y aplicar una correcta interpretación de la información privilegiada, haciendo uso del derecho comparado para verificar si es posible una interpretación más objetiva de esta figura; de manera que pueda identificarse como fenómeno y problema jurídico claro en los mercados bursátiles nacionales e internacionales.

2.2. Objetivos específicos.

- Aplicar, si es posible, una interpretación objetiva de la información privilegiada, acatando el régimen normativo actual para el mercado bursátil y mediante el uso del derecho comparado.
- Identificar las entidades que regulan y sancionan el uso de la información privilegiada.
- Indagar sobre el fenómeno del *inside trading* y determinar si esta conducta deviene en un acto punible; en el marco del Derecho Financiero y Penal.
- Analizar la forma como estas disposiciones se aplican en la práctica.
- Comparar con casos resueltos en otras jurisdicciones la eficacia material de la normatividad sobre información privilegiada en Colombia.
- Determinar el factor fundamental de la información privilegiada en los mercados bursátiles y el Sistema Financiero Internacional.

3. METODOLOGÍA.

Para el completo desarrollo de este trabajo, se hará uso de técnicas cualitativas en la medida en que se abordará la investigación desde la explicación y descripción de algunos interrogantes alrededor de la información privilegiada.

Se analizará la reglamentación nacional del mercado bursátil para entender su regulación y funcionamiento. Para esto, se hará un recorrido por distintas fuentes del derecho y se acudirá al estudio comparado con el marco normativo de los Estados Unidos de América, de manera que puedan explicarse con detenimiento las tesis vigentes y construir un significado objetivo para la información privilegiada.

También se analizarán las normas sancionatorias vigentes para entender a fondo cómo se castiga el uso indebido de la información privilegiada y se expondrán en algunas normas internacionales que regulan la materia para ver el impacto de estas actuaciones en ese contexto.

4. ALCANCE Y LÍMITES DEL PROYECTO.

“A pesar de la existencia de ramas del derecho que un abogado brillante puede abordar y aprender mediante el estudio de los estatutos, reglas y casos (...) el derecho bursátil no es una de éstas”.³

Este proyecto es un acercamiento al concepto de información privilegiada que pretende vislumbrar el manejo de dicha información en un contexto de mercado, para el caso particular la Bolsa de Valores de Colombia. Adicionalmente quiere proponer una nueva definición jurídica a este concepto haciendo uso de la herramienta del derecho comparado.

Es importante ahondar en este tipo de discusiones pues las operaciones bursátiles que se transan día a día son protagonistas en los mercados globalizados y se han convertido en una forma de generación de ingresos para miles de particulares alrededor del mundo. A pesar de su importancia, son pocos los estudios en la materia y el análisis de cómo actuaciones que podrían considerarse normales en el desarrollo del negocio, repercuten en las cuentas y bolsillos de los participantes en el mercado. Igualmente, es importante comprender cómo las relaciones y negocios jurídicos inciden en el mercado generando un costo o un beneficio para aquellas personas que juegan el rol de consumidores.

El acercamiento a los interrogantes sobre qué es verdaderamente la información privilegiada deben abordarse desde el derecho; pues es innegable la cualidad jurídica de ésta que no puede ser desatendida por los abogados que asesoran o trabajan directamente con entidades que desarrollan su actividad en el mercado de valores y son reguladas por las normas del sistema financiero.

³SODERQUIST, Larry D. *“Understanding Securities Law”*. Fourth Edition. Chapter 1. §1:1. Practising Law Institute. New York. p. 1-1. T. de A.

5. MARCO TEÓRICO.

5.1. ¿Qué se entiende por información privilegiada?

Para introducir la temática que compete a estas indagaciones se debe plantear la siguiente pregunta: ¿qué se entiende por información privilegiada?

En primera medida, es importante partir de la definición de la información reservada, que se refiere a circunstancias que se hayan ocultadas, en razón de que se destina, de modo exclusivo, para un uso o persona determinados; es decir, guarda relevancia con un hecho particular que de una u otra forma, puede influir de forma drástica en los cambios de precio de acciones en el mercado; v.gr. secretos comerciales como las patentes, los procedimientos, mecanismos, modelos de utilidad y el *know how*. También caben en esta modalidad los estados financieros, balances y otras herramientas contables. Igualmente se identifican otras circunstancias no financieras como el seguimiento de estándares de calidad, sellos de certificación de producción verde, buen trato a empleados, entre otros.

El Diccionario de la Real Academia Española define la **información privilegiada** como:

“[Información] ~ privilegiada. (...)

2. (...) En el ámbito de los mercados de valores, aquella a la que se ha tenido acceso reservadamente, con ocasión del desempeño de un cargo o del ejercicio de una actividad empresarial o profesional, y que, por su relevancia para la cotización de los valores, es susceptible de ser utilizada en provecho propio o ajeno.”⁴

⁴ Diccionario de la Real Academia Española, s.v. “*información privilegiada*”. Sitio Web Real Academia Española. [En línea]. Disponible en: <<http://lema.rae.es/drae/?val=informaci%C3%B3n>> Consultado el 16 de septiembre de 2014, 8:37.

En el campo del mercado de valores, la información es el conocimiento adquirido de una circunstancia determinada, sea sobre un sujeto o que se ajuste a modalidades como un tiempo o un lugar. Ésta también puede referirse a actuaciones predecibles o a fluctuaciones del mercado que ocurren en el pasado, en el presente e incluso en el futuro. Pero existe una característica determinante cuando se habla de información privilegiada: su importante repercusión en la posible toma de decisiones del inversionista, teniendo en mente su oportunidad de negociabilidad en el mercado si tiene conocimiento previo u oportuno de aquella circunstancia. De no tener esta cualidad, la información no surtiría los efectos deseados ni generaría los provechos o riesgos derivados de su utilización.

Pese a que no son sinónimos ni significan lo mismo, la información privilegiada y la información sujeta a reserva tienden a confundirse. Los problemas surgen porque se interpreta comúnmente que toda información privilegiada está sujeta a reserva (al menos hasta el momento de su publicación), pero no puede afirmarse en igual forma que toda información de carácter reservado es, de hecho, información privilegiada.

Como se explicó, el uso de la información privilegiada puede generar fluctuaciones bruscas en el mercado accionario mediante el alza y baja de los precios, lo que reporta un eventual aprovechamiento para el inversionista que la obtenga bajo ciertas circunstancias ventajosas. También favorece exclusivamente a un grupo de personas y deja por fuera a consumidores potenciales, lo que desnivela la balanza de competencia en el mercado. De esta manera la información se convierte en el insumo más valioso en la actividad bursátil.

La importancia de la información efectivamente comunicada, bajo los parámetros de tiempo y modo en su revelación, resulta determinante en la toma de decisiones de inversión por parte de los distintos agentes en el mercado. Para un buen funcionamiento del sistema es necesario que las dinámicas económicas se ajusten

a criterios de transparencia e integridad, características fundamentales para que los distintos partícipes lo hagan de manera confiada y se garantice un parámetro de igualdad para todos ellos, pues son ellos quienes en últimas ponen en riesgo sus recursos en busca de un beneficio potencial, siempre que se calcule el riesgo correspondiente.

Estas consecuencias hacen necesario el estudio de conductas relacionadas con el buen manejo de la información privilegiada y requieren de un enfoque objetivo con el fin de identificar supuestos de hecho concretos y aplicarles las correspondientes consecuencias jurídicas.

5.1.1. ¿Cómo evolucionó el concepto normativo de Información Privilegiada?

La regulación normativa en materia de información privilegiada aparece en el Artículo 75 de la Ley 45 de 1990 que dice:

“Artículo 75. Información privilegiada. Ninguna persona podrá, directamente o a través de interpuesta persona, realizar una o varias operaciones en el mercado de valores utilizando información privilegiada, so pena de las sanciones de que trata la letra a) del artículo 6o de la Ley 27 de 1990. Incurrirán en la misma sanción las personas que hayan recibido información privilegiada en ejercicio de sus funciones o los intermediarios de valores, cuando aquéllas o éstos realicen alguna de las siguientes conductas:

- a) Suministren dicha información a un tercero que no tiene derecho a recibirla, o*
- b) En razón de dicha información aconsejen la adquisición o venta de un valor en el mercado. Para estos efectos se entenderá que es privilegiada aquella información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer del público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un*

*inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores*⁵.

Si bien esta disposición no define qué es la información privilegiada, sí nos muestra un primer acercamiento a una conducta regulada en un contexto determinado. Es así como el artículo permite abstraer dos panoramas para el intérprete: i) el primero que versa sobre un juicio objetivo del que se concluye que la información debe ser concreta y secreta pues no ha sido divulgada públicamente y ii) un juicio subjetivo al analizar la conducta del inversionista medianamente diligente.

Se extrae también que la información puede llegar por dos vías: i) por conocimiento propio, en razón de su oficio o porque es parte en las negociaciones y ha tenido acceso a ésta o ii) por medio de un tercero.

La norma también tipifica conductas de carácter prohibitivo: i) divulgación a una persona que no tenga derecho a recibir esta información; ii) la realización directa de operaciones en el mercado de valores con base en la información obtenida y iii) dar consejo a un tercero para que realice las operaciones.

Cinco años más tarde, se dio por primera vez un “significado propio” de la información privilegiada en el Artículo 1.1.1.1 de la Resolución 1200 de 1995, definiéndola como:

“a) Información privilegiada: Se considera información privilegiada aquella que está sujeta reserva así como la que no ha sido dada a conocer al público existiendo deber para ello (...) se entenderá que es privilegiada aquella información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer

⁵ COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 45. (18, Diciembre, 1990). Diario Oficial. Bogotá D.C. Subraya fuera de texto.

*del público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores. (...)*⁶.

Aquí encontramos una primera diferencia, y es que se alude a la información sujeta a reserva como privilegiada, cosa que no ocurre en el precitado Art. 75 de la Ley 45 de 1990. En lo demás sí se aprecia que se repite el tipo de conducta que se quiere regular como uso indebido de información privilegiada. De estas circunstancias se puede inferir, como se mencionó anteriormente, que toda información privilegiada está sujeta a reserva, pero no toda información sujeta a reserva es, necesariamente, privilegiada.

Posteriormente, el Artículo 2.11.4.2.1 Decreto 2555 de 2010 transcribe esta definición incluyéndola en la recopilación de normas que componen esta normatividad. El artículo es el siguiente:

*“a) Información privilegiada: Se considera información privilegiada aquella que está sujeta a reserva, la que no ha sido dada a conocer al público existiendo deber para ello y aquella de carácter concreto que no ha sido dada a conocer al público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores (...)*⁷.

En este punto se identifican dos características en nuestra normatividad: primero, las normas que regulan el uso de información privilegiada son sumamente jóvenes y consecuentemente poco desarrolladas. Y segundo, nuestra definición denota cierta confusión entre dos tipos de información: la información sujeta a reserva y la información de carácter privilegiado.

⁶ COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución 1200. (22, diciembre, 1995). Bogotá D.C., 1995. P. 2.

⁷ COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Bogotá D.C., 2010. P. 226.

Para un ejercicio comparativo se describirá a continuación cómo fue la evolución del concepto del uso de información privilegiada en los Estados Unidos de América, de donde proviene indirectamente nuestra regulación local.

Con más de ochenta años de desarrollo, la primera definición sobre el uso indebido de la información privilegiada aparece luego del desfalco de la Bolsa de Valores y la caída rotunda de este mercado en 1929. A partir de ese momento, se hizo evidente la necesidad de regulación del sistema bursátil y se estableció que el principio de transparencia era de absoluta necesidad para la estabilidad del mismo.

Basándose en las políticas del *New Deal*, en abril de 1933 el Congreso de este país adoptó la *Securities Act (1933)* para la regulación de las emisiones de valores y el registro de éstos en el mercado primario.

La *Securities Act* regula la materia de fraude al mercado y constituye un estatuto crucial en la determinación de sanciones de conductas que vulneran la estabilidad y transparencia de la Bolsa de Valores. La sección 17(a) estipula:

“SEC 17. (a) Será ilegal para toda persona, en la oferta o venta de valores, que haciendo uso de instrumentos de comunicación interestatal o por el uso del correo, o que de forma directa o indirecta:

(...) (2) Obtenga dineros o propiedades por medio de una afirmación incierta de información material o la omisión de dicha información y que sea necesaria en torno a las circunstancias (...)”⁸.

Sin embargo, la legislación presentaba vacíos en la negociabilidad de valores en

⁸ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. CONGRESS. Securities Act. (1933). §17(a). P. 56. T. de A. Subraya fuera de texto.

el mercado secundario, pues solamente cubría las acciones de “vender u ofrecer” valores, excluyendo la eventual posibilidad de “comprar”. Por eso en 1934 se complementó la normatividad con la *Securities Exchange Act*, que aborda operaciones de compra y venta de valores; exige reportes constantes por parte de los agentes del mercado a los entes de control y plantea otros requisitos importantes para la revelación, registro y mantenimiento de la posición de las empresas de dominio público en el mercado⁹. Adicionalmente, esta normatividad creó la *Securities & Exchange Commission (SEC)* como ente de control, vigilancia y regulación y que opera como el equivalente de la Superintendencia Financiera en Colombia.

Esta norma desarrolló entonces, en la sección 10(b), la inclusión de la compra de acciones, supliendo el vacío de su antecesor. Ésta dispone:

“SEC. 10. Será ilegal para toda persona, directa o indirectamente, mediante el uso de medios o instrumentos del comercio interestatal o el uso de correos o cualquier facilidad del mercado de valores nacional (...)

(b) El uso o empleo, en conexión con la compra o venta de cualquier valor registrado o no en una bolsa de valores o de cualquier valor soportado en un acuerdo swap, de engaños o manipulación en contravención de las regulaciones que la Comisión prescriba como necesarias o apropiadas, de interés público o para la protección de los inversionistas”¹⁰.

La regulación se mantuvo hasta el año de 1942, cuando el director regional de la SEC en Boston descubrió que el Presidente de una compañía inducía a los accionistas a venderle su participación a un bajo costo, asegurando que los

⁹ SODERQUIST indica la existencia ventajas y desventajas para las compañías que toman la decisión de entrar y participar en el mercado de valores, convirtiéndose en sociedades abiertas o cerradas. Para mayor información sobre este tema consultar: SODERQUIST, Larry. “Understanding Securities Law”. 4 Ed. New York. Practising Law Institute. 2003. P.p. 2-2 a 2-15.

¹⁰ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. CONGRESS. Securities Exchange Act. (1934). §10(b). T. de A.

estados financieros de la empresa reflejaban pérdidas enormes cuando en realidad ocurría lo contrario¹¹. Para enfrentar esta situación, se adoptó la regla 10b-5 basada en la interpretación de la sección 10(b) de la *Securities Exchange Act* y la sección 17(a) de la *Securities Act*. La norma resultante es la siguiente:

“Regla 10b-5. Empleo de estrategias de manipulación y engaño.

Será ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, mediante el uso de medios o instrumentos del comercio interestatal o mediante el uso de correos o cualquier medio o facilidad del mercado de valores nacional:

(...) (b) Hacer cualquier afirmación falsa de un hecho material u omitir declarar un hecho material necesario para hacer las declaraciones hechas no desorientadoras, a la luz de las circunstancias bajo las cuales las declaraciones fueron hechas; (...)¹².

Esta regla representa el grueso del estudio de los casos relacionados con información privilegiada y abarca casi por completo las actuaciones que puedan circunscribirse al fraude al mercado. Es importante notar que, a diferencia de la normatividad colombiana, no existe un significado de qué es información privilegiada sino que a partir de hechos concretos se evalúan los criterios de materialidad e idoneidad de la información.

El 23 de Octubre del año 2000 la SEC realizó nuevas interpretaciones de la regla 10b-5 teniendo en cuenta la importancia que implica para el mercado de valores la confianza del inversionista en la información que recibe para la toma de decisiones. Como resultado, surgen las reglas 10b(5)-1 y 10b(5)-2 que resuelven

¹¹ Sobre este caso ver: *Op.Cit.* 9. Chapter 12. §12:1. Rule 10b-5. p. 12-1.

¹² *Ibid.* P. 12-2. Traducción En: TORRADO ANGARITA, Jorge. El uso indebido de la información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense. Revista de Derecho Privado 39. Universidad de Los Andes. Mayo de 2008. P. 6.

dos cuestiones importantes que no se lograban concretar haciendo el análisis de la regla 10b(5): primero, el momento en que surge la responsabilidad de no hacer uso o divulgar la información material y reservada mediante el planteamiento de planes previos de inversión que justifiquen el uso de ésta en determinado tiempo y circunstancias¹³. Y segundo, cuando un familiar u otra persona vinculada a un sujeto en razón de relaciones personales, puede ser responsable por uso indebido de información privilegiada.

De manera general, la existencia de la regla 10b-5 y sus derivadas mejora las condiciones de competencia en el mercado, pues pone a todos los inversionistas en el mismo nivel y les brinda las mismas oportunidades al procurar que la información llegue a todos en las mismas condiciones de tiempo y modo.

Pasando a la dinámica procesal, los tiempos para instaurar el proceso correspondiente son detallados en la *Sarbanes-Oxley Act (2002)* que estipuló un término no superior a dos años a partir del momento en que se descubren los actos que constituyen la potencial violación o cinco años después de la violación efectiva de la disposición antifraude.

Es así como se puede notar que desde la regulación de los Estados Unidos de América, que es mucho más antigua que la colombiana, se han sustraído elementos para la construcción de nuestra regulación. La definición de la Ley 45 de 1990 resulta muy similar a las disposiciones de la Regla 10b de la *Securities Exchange Act* de 1934.

No obstante, la interpretación de la normatividad resulta más avanzada en la jurisdicción norteamericana, pues han desarrollado sistemas de previsibilidad en el

¹³ HENDERSON et. Al. Offensive Disclosure: How Voluntary Disclosure Can Increase Returns from Insider Trading. *Georgetown Law Journal*. Vol. 103 Issue 5. (2015). Disponible en: <<http://georgetownlawjournal.org/files/2015/06/zt100515001275.pdf>>

uso de la información, situación que se evidencia con las interpretaciones del año 2003 sobre la regla 10b(5)-1 en la que se permite al inversionista tener un plan anticipado de negocios y soportar con éste el uso de información material que resulte de una eventual transacción realizada en el mercado y que se pruebe, fue planeada con anterioridad por el sujeto involucrado. Esta situación permite decir al inversionista que, aún si no hubiese tenido conocimiento de la información, habría realizado la operación en virtud de un plan de negocios ya estructurado.

5.1.2. ¿Quiénes hacen uso indebido de la Información Privilegiada?

Una persona que estando al interior de una sociedad tiene conocimiento o acceso a información privilegiada y hace uso de ella para sí o en beneficio de un tercero se denomina *insider*.

La definición general de *insider* habla de una persona natural, a pesar de que el debate internacional ha dejado abierta la posibilidad de incluir a las personas estatutarias planteando su conveniencia en cuanto a la motivación que puede representar para las empresas tener mejores estándares en el manejo de la información y el ejercicio de mayores controles respecto del uso de aquella de carácter privilegiado, de manera que logren trascender en el grado de confianza de cara a potenciales inversionistas.

Los *insiders* se clasifican en un par de categorías, y su diferenciación se hace por dos razones: primero, atendiendo a la fuente, la forma como se obtiene la información y el entendimiento pleno de las características de dicha información. Y la segunda se refiere a las sanciones que se pueden imponer, siendo mucho más estrictas para una de las categorías, como se verá a continuación.

5.1.2.1. El Primary Insider.

La categoría del *primary insider* se refiere a una persona que ha obtenido la información directamente de la fuente y de manera necesaria debe conocer el carácter material, concreto y relevante de la información. Además se espera que entienda las consecuencias del uso indebido de ésta en las transacciones y operaciones que realice basado en aquella.

Generalmente incluye miembros de órganos de dirección, administración o supervisión de compañías; algunas veces la definición se expande a empleados o proveedores de ciertos servicios en razón de un deber fiduciario. Algunas jurisdicciones incluyen los accionistas mayoritarios de sociedades, pues tienen acceso a más información que inversionistas minoritarios.

La Superintendencia de Sociedades en la Circular Externa No. 20 del cuatro (04) de noviembre de 1997, conceptualiza la información privilegiada desde la perspectiva del *primary insider* como:

“(...) aquella a la cual sólo tienen acceso directo ciertas personas (sujetos calificados) en razón de su profesión u oficio, la cual por su carácter, está sujeta a reserva, ya que de conocerse podría ser utilizada con el fin de obtener provecho o beneficio para sí o para un tercero”¹⁴ .

Igualmente le otorga ciertas características:

“Es necesario que a ella solo tengan acceso determinadas personas, en razón al cargo o de sus funciones en el sector público o en el sector privado. Debe tener la idoneidad suficiente para ser utilizada. Debe versar sobre hechos concretos y referidos al entorno societario o al ámbito dentro del cual

¹⁴ COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. Circular No. 20. (4, noviembre, 1997). P. 2.

*actúa la compañía*¹⁵.

Y trae a colación algunos casos en donde habría un eventual uso indebido de información privilegiada y supuestos en donde no hay uso indebido de esta información:

“Que se suministre a quienes no tienen derecho a acceder a ella. Que se use con el fin de obtener provecho propio o de terceros. Que la oculte maliciosamente en perjuicio de la sociedad o en beneficio propio o de terceros, lo cual supone usarla solo para sí y, por abstención, en perjuicio de la sociedad para estimular beneficio propio o de terceros. Que se haga pública en un momento inapropiado. Igualmente habrá uso indebido de la información, cuando existiendo la obligación de darla a conocer no se haga pública y se la divulgue en un medio cerrado o no se le divulgue de manera alguna (...) Cuando el máximo órgano social autorice expresamente al administrador el levantamiento de la reserva. Cuando la información se le suministre a las autoridades facultadas para solicitarla y previa su solicitud. Cuando es puesta a disposición de los órganos que tienen derecho a conocerla, tales como la asamblea general de accionistas, la junta de socios, la junta directiva, el revisor fiscal, los asociados en ejercicio del derecho de inspección y los asesores externos, etc.”¹⁶.

Este concepto fue reforzado y reiterado en la Circular No. 100-006 del veintiséis (26) de marzo de 2008, instrumento también de la Superintendencia de Sociedades.

Un ejemplo claro sobre un caso de *primary insider* fue adelantado por el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) en Colombia en contra de la señora Lina María Rojas Socha, por la realización de operaciones a favor de algunos familiares y amigos haciendo uso de información privilegiada mientras ejercía su

¹⁵ *Ibíd.*

¹⁶ *Ibíd.*

cargo y obtenida por su participación en las negociaciones de una OPA de Acerías Paz del Río en el 2009¹⁷.

Otro ejemplo a considerar es el caso Interbolsa, ampliamente difundido y conocido en el panorama financiero nacional, en donde múltiples empleados y administradores de la sociedad participaron en operaciones bursátiles, de las que obtuvieron ganancia, haciendo uso de información privilegiada que obtuvieron de primera fuente y en atención al cargo que desempeñaban en ese entonces.

En esta categoría entra el llamado *Temporary Insider* que se refiere a profesionales que no son empleados de la compañía que es fuente de la información pero que tienen acceso a ella en razón de su oficio o por el servicio que prestan a esta empresa. Ejemplos de esta modalidad suelen ser contadores, consultores, abogados, asesores de bancas de inversión, o personas que influyan en decisiones corporativas y que tienen el conocimiento necesario sobre las actividades realizadas por la empresa. Los Códigos Profesionales de Conducta para profesiones liberales procuran impartir directivas de comportamiento para prevenir este tipo de conductas y mitigar el riesgo de fuga.

5.1.2.2. El Secondary Insider.

Las circunstancias anteriormente descritas no se presentan en el caso del llamado *secondary insider*, quien no conoce la información de la fuente sino de un tercero que ha tenido contacto con ella bien sea directa o indirectamente. De igual manera no se exige que tenga conocimiento pleno de la materialidad, relevancia o confidencialidad de la información.

¹⁷ COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 07 del 5 de marzo de 2009. Sala de Decisión 11. [En línea]. Disponible en: <<http://amvcolombia.org.co/attachments/data/20090929124356.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:39 a.m.

Se subdivide en dos categorías: la primera aborda el caso de una persona que recibe la información de otra persona, en razón de una relación especial y en base a aquella realiza transacciones en el mercado.

La segunda se refiere a una persona que no tuvo acceso de primera mano a la información, tampoco le fue revelada por un tercero con acceso, pero supo de la misma por circunstancias especiales. En este caso se refiere al sujeto como *accidental insider*. La mayoría de jurisdicciones incluyen a estas personas en el contexto general de *secondary insiders* y se les imputa el mismo grado de responsabilidad, siempre que se demuestre que tenían conocimiento de la idoneidad y carácter privilegiado de la información.

Así, en Colombia, el análisis de responsabilidad del sujeto que hace uso de información privilegiada consiste en un juicio subjetivo en el que se considera la mediana diligencia y cuidado del inversionista responsable. La forma en que se redacta la norma permite interpretar que todos los inversionistas, sin importar su grado de experiencia o habitualidad en la participación del mercado, sean medidos con la misma vara. Esto genera dificultad en la interpretación normativa, pues no puede considerarse el mismo grado de responsabilidad de un inversionista experimentado de uno que no tiene dicho perfil. Está claro que el primero se desenvuelve regularmente en actividades de inversión en bolsa y tiene acceso o mayor conocimiento de información que podría ser relevante y que, dado su grado de experiencia, el sujeto puede calificar como tal. Caso contrario del segundo individuo, que no realiza operaciones frecuentes y de quien no puede predicarse el conocimiento sustancial de la información que manipula.

Situación contraria se observa en la jurisdicción estadounidense, en donde se destacan tres posiciones desde las cuales se apoya la interpretación de la normatividad y se imputa la responsabilidad al *insider*:

La primera, o Teoría Clásica¹⁸, indica que las disposiciones de la regla 10b-5 son violadas cuando un *insider* negocia los valores de su compañía, con base en la información material no pública que tiene sobre ésta. La conducta fraudulenta logra identificarse en razón de la relación de confianza que existe entre los accionistas y las personas que en razón de su trabajo o posición han obtenido información de carácter confidencial; esto implica un deber general de abstención de revelar la información (es decir, convertirse en un *tipper*) o hacer uso directo de la misma (*primary insider*), aprovechando su posición y poniéndola por encima de la de los accionistas.

La segunda interpretación, o Teoría de la Apropiación Inadecuada¹⁹, implica que existe fraude en conexión con una transacción de valores en violación de lo dispuesto por la regla 10b-5 cuando se logra acceder inadecuadamente a información de carácter confidencial y se usa para negociar valores. Esta teoría responsabiliza a los *secondary insiders*.

Finalmente, la Teoría del Deber Fiduciario²⁰, relativa a los *temporary insiders*, explica la existencia de una obligación de no hacer uso o de no divulgar información que, por su posición en la sociedad o su relación con ésta, han obtenido, pues surge para ellos un deber dado que la información podría afectar el juicio de otros inversionistas o participantes en el mercado. El deber fiduciario surge de la información material no pública que obtienen los accionistas mayoritarios, administradores y demás agentes que hacen parte de la sociedad. De igual modo quedan sujetos a esta obligación los mandatarios de la compañía y personas que, así fuese por un tiempo, tuvieron acceso a la información en razón del oficio o servicio desempeñado para la empresa (consultores, auditores, abogados, etc.). Sin embargo:

¹⁸ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SECURITIES EXCHANGE COMMISSION. SEC v. Cady Roberts & Co.

¹⁹ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SUPREME COURT. United States v. O'Hagan. (1997).

²⁰ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SUPREME COURT. United States v. Dirks. (1983).

“(…) Desde esta teoría, no existe deber de revelar cuando quien negocia acciones no cumple las calidades para detentar tal deber fiduciario. En consecuencia, el deber de divulgación o de abstención de uso de información privilegiada no existe por la mera posesión de información no pública, sino que se requiere una relación específica que cree ese deber, por lo cual, no hay lugar a fraude con su uso ante la ausencia del deber de revelarla”²¹.

5.1.3. La conducta del tipping.

Desde otra perspectiva, la conducta del *inside trading* puede ser vista desde la acción de hacer uso de la información privilegiada propiamente dicha; a esta conducta se le denomina *tipping* y los sujetos intervinientes se denominan el *tipper* y el *tippee*.

El primero sabe del carácter idóneo y material de la información; del segundo que es quien recibe la información no puede predicarse, a ciencia cierta, este conocimiento.

El *tipper* es la persona que conociendo la información, directamente de la fuente o no, la divulga al *tippee* para que realice las operaciones basadas en esa información, obteniendo beneficios bien sea por utilidades o menores pérdidas en la transacción.

5.1.4. ¿Qué tipo de información se considera privilegiada?

Como se mencionó al inicio de este documento, para que la información sea de carácter privilegiado en Colombia debe ser concreta y relevante y debe hacerse un

²¹ TORRADO ANGARITA, Jorge. El uso indebido de la información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense. Capítulo I: La Referencia Americana. Revista de Derecho Privado 39. Universidad de Los Andes. P. 10. [En línea]. Disponible en: <http://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com_revista/archivos/derechoprivado/pri125.pdf> Consultado el 27 de octubre de 2014. 14:53.

juicio respecto del uso que le habría dado el inversionista diligente y responsable en el contexto indicado. A la acumulación de estas circunstancias se le denomina **materialidad**. La información es concreta cuando se determina que no se trata de un mero rumor, sino que atañe a una circunstancia muy específica. Es relevante cuando se destina, en modo exclusivo, para un uso o persona determinado. Y cumple con el juicio en cuanto a su debida utilización cuando el sujeto que hace uso de ella se comporta como un inversionista responsable.

El detalle sobre la emisión de acciones, la financiación por emisión de bonos y las titularizaciones hacen parte de la información que la empresa está obligada a divulgar, pues se trata de información material que impulsa en el inversionista la ejecución de tres conductas: **comprar, vender o mantener** valores.

A partir de estas actuaciones o criterios de negociabilidad, la doctrina ha identificado tres frentes desde los que se evalúa la materialidad de la información:

- a. **Desde los emisores:** la mayoría de las definiciones de materialidad se centran en torno a los sujetos que emiten valores, pues el prestigio o alto grado reputacional del emisor puede influir en la decisión final del inversionista. Aquí se evalúa **quién emite**.
- b. **Desde los valores emitidos:** el análisis de materialidad puede darse sobre una o varias especies emitidas por un ente particular, sin hacer necesariamente referencia al emisor. Este criterio se refiere a **qué y cómo se emite**.
- c. **Desde la formación de precios:** otros casos particulares giran en torno al uso de información que influye en la formación de precios de los valores. El correcto desarrollo de esta actividad se realiza a partir de variados criterios y técnicas financieras propias del mercado de valores. Con base en éstas

se han identificado prácticas que afectan la transparencia del mercado; algunas de ellas son: la toma de ofertas diferentes a las mejores operables, pactos para realizar barridas, rotaciones para alterar el precio promedio de compra, entre otras²². Este criterio contesta a un interrogante de fluctuación del mercado que se refiere a **por cuánto se venderán los valores o cuánto será el beneficio máximo alcanzado**²³, por el conocimiento concreto de esta información y en un tiempo determinado que refleja una ventaja sobre otros inversionistas.

También es información relevante aquella que se debe revelar a la Superintendencia Financiera mediante los sistemas de información de la Bolsa de Valores. Aquélla puede tratar sobre: estructuras y depuración contable que influya en la estabilidad financiera de la compañía, especialmente cuando se trata de información relativa a estados de crisis. La que se refiere a la estabilidad y seguridad jurídica de la sociedad, incluyendo procesos en los que se ve implicada . Información comercial relativa a los clientes, proveedores, procesos, diseños y propiedad industrial. La situación de la empresa en el marco de respeto y protección de los derechos humanos derivados de la dignidad laboral, la asociación sindical, entre otros.

A diferencia de nuestro país, en los Estados Unidos de América la interpretación del criterio de materialidad a partir de la Regla 10b-5 por parte de la SEC debe complementarse con cinco criterios más:

- a. **Requisito de conexidad:** la conducta desplegada por el sujeto debe estar relacionada con la compra o venta de valores.

- b. **Nexo de causalidad y presunción de la relación de confianza:** La Corte

²² COLOMBIA. AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Documento de Política DP-39. P. 3.

²³ El beneficio debe entenderse como una de dos cosas: la obtención de utilidades o la menor pérdida. N. de. A.

Suprema estableció la existencia del nexo causal derivado de la relación de confianza entre los intermediarios del mercado financiero y los consumidores del mismo.

- c. **Ostentar la calidad de comprador o vendedor:** para tener efectiva legitimación en la causa se requiere que el demandante hubiese sido parte en la relación de compraventa del valor. Este requerimiento es conocido en la doctrina como la regla *Birbaum*.

- d. **Grado de responsabilidad:** la determinación del grado de responsabilidad bajo la modalidad de culpa o dolo resulta de suma importancia en el análisis de materialidad. El caso paradigmático que dio pie a la interpretación actual sobre el grado de responsabilidad fue *Ernst & Ernst v. Hochfelder*²⁴. Éste dejó abiertas las siguientes cuestiones: primero, si es necesario que se pruebe el dolo para que la SEC pueda instaurar la acción correspondiente y segundo, si la negligencia temeraria es suficiente para imputar el dolo en el caso correspondiente. Se ha establecido en el desarrollo jurisprudencial que el dolo siempre debe probarse en las conductas fraudulentas delimitadas en la Regla 10b-5. Algunas cortes de distrito admiten la prueba de la negligencia temeraria como acreditación del dolo; otras no lo hacen.

- e. **Sujetos vinculados:** en el caso *SEC V. Texas Gulf Sulphur Co*²⁵. La Corte de Distrito señaló que cualquier persona que tenga conocimiento de información privilegiada debe divulgarla o abstenerse de usarla. Sin embargo, el caso *Chiarella*²⁶ dejó en claro la posición de la Corte Suprema cuando esta entidad manifestó que el deber de publicación o abstención (según el caso) no recaía sobre cualquier persona, pues la mera posesión de la información no implicaba el acaecimiento del deber correspondiente. A

²⁴ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SUPREME COURT. *Ernst & Ernst v. Hochfelder*. (1976).

²⁵ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. DISTRICT COURT OF NEW YORK. *SEC V. Texas Gulf Sulphur Co.* (1966).

²⁶ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SUPREME COURT. *United States v. Chiarella*. (1980).

partir de allí se desarrolló la Teoría de la Apropiación Inadecuada mediante la cual se determina el ámbito del sujeto obligado por este deber de divulgación.

- f. **El deber del emisor de publicar la información:** la existencia de otras disposiciones que obligan a la publicación de cierta información, pueden eventualmente, exigir la divulgación de información privilegiada.

Será necesario entonces identificar, por parte de los abogados de las compañías, la necesidad de publicación en dos circunstancias: la primera es cuando se considera que la divulgación de la información confidencial es necesaria para enmendar un error en algún comunicado que hubiese revelado información relativa a la compañía; en este punto, hay consenso en la doctrina en que constituye un deber por parte de la compañía emendar el error en el que ha hecho incurrir al público, pues se asume que inversionistas y participantes en el mercado actuarán con base en esa información errada. La segunda ocurre cuando entes de administración de la sociedad responden a interrogantes planteados por agentes externos; en este punto la SEC permite que la respuesta sea “no hay comentarios”, lo que equivale al silencio. No obstante, no siempre es recomendable para las compañías responder sin comentarios, especialmente cuando se trata de responder a rumores que son parcial o potencialmente ciertos. Para facilitar a las compañías la divulgación de la información, la SEC ha diseñado la Forma 8-K en la Regulación FD (*Regulation for Fair Disclosure*)²⁷.

Como en Colombia, se considera que la información es material cuando se entiende que en esas mismas circunstancias, la información hubiese sido tenida

²⁷ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SECURITIES & EXCHANGE COMMISSION. Selective Disclosure and Insider Trading. Documento 17 CFR Parts 240, 243, and 249. Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99. RIN 3235-AH82. (2000). [En línea]. Disponible en: <<http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>> Consultado el 04 de abril de 2015. 12:30 p.m.

en cuenta por el inversionista razonable, y la hubiera considerado como importante para la realización de sus transacciones en el mercado²⁸. Cuando se trata de información o eventos especulativos se efectúa un balance de la probabilidad de ocurrencia del evento y la magnitud del evento anticipado en el contexto de la sociedad correspondiente o en el mercado. Sin embargo, es importante notar que complementado con los cinco criterios anteriores, el análisis sobre la información relevante va más allá de un mero juicio subjetivo y se restringe a hechos muy particulares y exige una motivación muy restringida y en términos objetivos, para dar lugar a una posible acusación por parte de la SEC.

También es importante mencionar que la doctrina alrededor de esta normatividad se ha construido en los tribunales y no mediante la imposición de leyes vía entidades de carácter legislativo; caso contrario a nuestro país en donde priman las interpretaciones legales o administrativas pero no las jurisprudenciales.

5.1.4.1. La correcta divulgación de la Información.

Para la correcta y oportuna divulgación de la información, la Ley 964 creó el Sistema Integral de Información al Mercado de Valores (SIMEV). Regulado en el Decreto 2555 de 2010. El SIMEV es el conjunto de recursos que usa la Superintendencia Financiera para facilitar el suministro y retroalimentación de la información por parte de los participantes en el mercado de valores. Está compuesto por tres subsistemas:

- a. **Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE):** pretende controlar las emisiones, los valores producto de estas operaciones y los emisores. Este registro puede cancelarse de manera voluntaria por parte del emisor o de

²⁸ Desarrollo sobre este punto en el caso ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SUPREME COURT. Basic Inc. v. Levinson. (1988). En: SODERQUIST, Larry. "Understanding Securities Law". Fourth Edition. Chapter 10. § 10:5. 1. Practising Law Institute. New York. 2003.

manera oficiosa por parte de la Superintendencia Financiera.

Las compañías inscritas en el RNVE adquieren obligaciones de suministro continuo de información al mercado y ella puede ser de carácter general y relevante o eventual.

Dentro de la primera, los emisores están obligados a proporcionar información que incluye: estados financieros y un informe escrito del revisor fiscal. También se remite información relativa a garantes de operaciones cuando se trata de una entidad no inscrita en el RNVE y los estados financieros de períodos intermedios (si es del caso). En cuanto a la segunda, se trata de información que pretende suministrar al mercado datos sobre las condiciones reales del emisor, el Decreto 2555 de 2010 refiere casos particulares de información relevante entre los cuales se encuentra aquella de carácter financiero y contable, jurídico, comercial, entre otros.

Para la realización de emisiones, la sociedad interesada debe remitir a la entidad administrativa información relativa al ente societario y otra relacionada con el acto y los valores que serán objeto de éste. Como se explicó con anterioridad, parte de esta información puede no revelarse a petición del emisor, motivando debidamente ante la Superintendencia la causa de un perjuicio o el eventual riesgo de estabilidad del mercado. Ante esta circunstancia, el organismo de control puede conceder la correspondiente autorización hasta que la situación se haya superado o cese la inminencia del perjuicio.

- b. **Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV):** inscribe las entidades del mercado de valores que se encuentran sometidas a inspección permanente de la Superintendencia Financiera y otras

señaladas en el Decreto 2555 de 2010, excepto aquellas que se dedican a la emisión y oferta de valores. Un ejemplo de éstas son las comisionistas de bolsa.

Las personas sometidas a este registro deben proporcionar información de carácter financiero e información sobre el agente particular que incluye: sus estatutos sociales, estados financieros, reglamento de funcionamiento debidamente autorizado, entre otros.

- c. **Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV):** en este sistema se realiza la inscripción de las personas naturales que se desempeñan como tesoreros (o cargos similares), que realizan operaciones o que desempeñan funciones en torno a las mesas de dinero, que administran fondos de inversión colectiva, entre otras.

La obligación de la inscripción en este caso no recae sobre el particular sino sobre la entidad para la cual desempeña estas funciones. Las personas inscritas en este registro requieren de acreditaciones constantes y se encuentran registradas en el sistema siempre y cuando sus credenciales se encuentren vigentes.

Como se puede apreciar, la obligación de publicación de información no solo recae sobre los emisores; también alcanza a otros sujetos que participan en el mercado de valores como intermediarios y entidades de infraestructura. Todo ello con la finalidad de que los inversionistas puedan tomar decisiones razonadas y oportunas respecto de sus operaciones.

5.1.5. ¿Qué entidades regulan, controlan y supervisan las actividades del mercado de valores y el uso de la Información Privilegiada?

En un contexto general, las entidades encargadas de establecer la regulación normativa del mercado de valores son el Congreso de la República y el Gobierno Nacional a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Esto sin perjuicio de las funciones que le competen al Banco de la República. El marco normativo general vigente está en el Decreto 2555 de 2010.

En un contexto particular, el organismo regulador de las entidades que hacen parte del mercado de valores es la Superintendencia Financiera. Esta entidad ejerce las funciones de inspección, vigilancia y control sobre los agentes de este mercado; se ejercen los dos primeros sobre todos los participantes y el último sobre los emisores. Estas funciones están contempladas en la Ley 964 y son, entre otras:

- La expedición de resoluciones sobre la forma como deben cumplirse las disposiciones del mercado de valores.
- Suspender de manera preventiva las operaciones de negociación, inscripción u oferta sobre valores que puedan hacer daño al mercado o a los inversionistas.
- Facultades jurisdiccionales sobre asuntos de derechos de los consumidores financieros.

Existe otro agente con competencias regulatorias cuando se trata del mercado de valores y es el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). Creado con la Ley 964, el AMV se ajusta a un esquema privado de regulación que permite a un sector crear sus propias reglas de conducta y procedimiento.

El AMV cumple tres funciones fundamentales:

- Una función normativa, pues reglamenta la intermediación en el mercado de valores mediante la expedición de reglamentos.
- Una función de supervisión, pues puede verificar el cumplimiento efectivo de sus reglamentos por parte de los intermediarios.
- Una función disciplinaria, pues está avalado para sancionar las malas prácticas del mercado y a las personas que las contravienen. Este proceso disciplinario puede empezar de oficio o a petición de parte. La decisión que se tome respecto a la conducta debe ser informada a la Superintendencia Financiera. Igualmente se deben formular cargos, asegurar el derecho de defensa y llevar registro de toda actuación.

Para evitar la duplicidad de funciones, la Superintendencia Financiera (SIF) y el AMV firmaron en el año 2007 un Memorando de Entendimiento, con el fin de esclarecer cuáles serían sus funciones particulares respecto del mercado de valores. El documento estipula que el AMV ejerce funciones de supervisión con prelación a la Superintendencia cuando se trata de la investigación y sanción de las malas prácticas de los intermediarios de valores. De otro lado, el Concepto 2006034168-002 del 6 de octubre de 2006, explica cómo la SIF ejerce sus facultades sancionatorias y cómo estas no se limitan al ámbito del ejercicio de la actividad de intermediación de valores, como sí ocurre frente al ejercicio de la función disciplinaria por parte del AMV. Sus decisiones pueden versar sobre los mismos hechos sobre los cuales se haya tomado una decisión por parte del ente autorregulador y es independiente y autónoma de la función disciplinaria que ejerce este organismo.

En conclusión, en Colombia, tanto el AMV como la Superintendencia pueden adelantar los procedimientos de investigación e imponer sanciones por el uso indebido de información privilegiada, diferenciándose en que el primero solo

adelanta procesos en contra de intermediarios en el mercado de valores, contrario a la segunda, que podrá adelantar las correspondientes acciones en contra de cualquier particular o de intermediarios. Es decir, la facultad sancionatoria atribuida a los organismos autorreguladores tiene un carácter privado eminentemente disciplinario, y la de esta Superintendencia un carácter general y público.

5.1.5.1. El procedimiento disciplinario y de investigación de uso indebido de información privilegiada.

En el marco de la información privilegiada, el procedimiento que realiza el AMV y que está consignado en la Ley 964 de 2005, es igual al de cualquier otra falta disciplinaria y consta de tres elementos fundamentales: i) la tipificación de la conducta como una infracción, ii) la norma interna del AMV o del mercado de valores que se incumplió, y iii) la sanción correspondiente. Adicionalmente, se configura un Tribunal Disciplinario, que es el ente encargado de escuchar a las partes en el proceso. Éstas son los delegados del AMV como investigadores y demandantes y la persona investigada o demandado, que ejerce labores de intermediación. Este tribunal, tiene dos instancias: la primera es la Sala de Decisión, que es quien luego de escuchar los alegatos correspondientes y de analizar las pruebas, ejerce facultades sancionatorias y emite decisiones en relación con los casos presentados; éstas deben ser ajustadas a las normas propias del mercado de valores y velar por el cumplimiento del debido proceso. Si alguna de las partes no está de acuerdo con la decisión, puede apelar a una segunda instancia que es la Sala de Revisión, que ratificará o cambiará el sentido del fallo de la Sala de Decisión.

El éxito de los procesos, bien sean ante la SIF o ante el AMV, se centra en el material probatorio y la conducencia, relevancia y utilidad del mismo para esclarecer que efectivamente se concretó la conducta demandada. Los medios

probatorios de mayor uso corresponden a los obtenidos por los sistemas de grabación de voz o datos y otros sistemas que permitan la extracción de datos concretos y objetivos relativos al mercado.

Ahora, desde el inicio de las labores del Tribunal Disciplinario en el 2005, este organismo adelantó seis casos relacionados con el uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores. De las Resoluciones en las que se decidió sobre este tema, se destaca la siguiente línea de análisis:

Primero, sobre el carácter concreto de la información se considera que ésta lo es cuando de la misma se suscitan unos hechos que se dan o pueden darse razonablemente. No es general o abstracta sino lo suficientemente específica o precisa como para permitir llegar a conclusiones sobre el efecto que pueda producir frente a un valor. No es información que indica meramente el comportamiento del mercado ni rumores sobre una eventual fluctuación, sino que se refiere a unos hechos particulares de manera que se pueden prever consecuencias que afectarán la toma de decisiones de los inversionistas en el mercado de valores.

Segundo, respecto a la reserva de la información, entiende el Tribunal Disciplinario que se da por una de dos situaciones: i) porque así lo define la normativa vigente o ii) porque sin tener una restricción legal, se trata de asuntos que por su importancia se manejan de manera confidencial.

“En el mismo plano se tiene aquella información que no se ha dado a conocer al público existiendo deber para ello, por la trascendencia o significado que la misma puede tener en el mercado. Y aquí el asunto debe entenderse referido no sólo al deber legal existente en virtud de las disposiciones que rigen a los emisores de valores o (SIC) sino a toda situación que relacionada con la entidad o sus valores sería tenida en cuenta por un inversionista

*medianamente prudente y diligente al comprar, vender o conservar una especie*²⁹.

Analizando el elemento correspondiente a la materialidad, se evalúan las siguientes circunstancias: i) el grado razonable de certeza de la información, basada en elementos de juicio suficientes para concluir que los eventos futuros en efecto van a ocurrir; ii) la importancia de la información que se revela; y iii) la relevancia de dichos eventos futuros si ocurriesen.

El análisis hace énfasis en la posición de ventaja derivada de cargos de administración o relacionados directamente con el manejo de la información (para nuestro caso, la persona natural vinculada a un intermediario de valores, independientemente del tipo de relación contractual, en cuanto participe directa o indirectamente en la realización de las actividades propias de la intermediación de valores) y en los especiales deberes de conducta que impone dicha calidad, situación que agrava los casos por la multiplicidad de disposiciones existentes en torno a sus obligaciones de abstenerse de utilizar información privilegiada. Es decir, trata el comportamiento de estos sujetos en calidad de *primary insiders*.

En Estados Unidos, la *Securities & Exchange Commission*, está facultada para para implementar y adelantar las correspondientes actuaciones en aras de la protección de las disposiciones de la normatividad; sin embargo, no se le permite adelantar acciones de tipo penal. Sobre este punto, la sección 20(b) de la *Securities Exchange Act* enfatiza que para hacer efectivas estas pretensiones, es necesario que la SEC compulse las copias correspondientes al Fiscal General (*Attorney General*) quien bajo su criterio determinará si es procedente adelantar la correspondiente investigación y llevar el proceso ante los tribunales. Es importante notar la facultad discrecional que se otorga tanto a la SEC como al ente

²⁹ COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 07 del 5 de marzo de 2009. Sala de Decisión 11. P. 5.

investigador y acusador en materia penal para adelantar los procedimientos pertinentes. Así se puede concluir que la presión de las víctimas y la sociedad civil se hace absolutamente necesaria para que los respectivos casos sean adelantados y se infiere un alto grado de argumentación en los textos de imputación por las exigencias que implica el análisis exhaustivo de los mismos para aceptarlos o rechazarlos y llevarlos a las cortes.

Desde la imputación de cargos por responsabilidad penal, la *Sarbanes-Oxley Act* en la sección 1106 impone multas a personas naturales que oscilan entre un monto de hasta un millón de dólares, o diez años de prisión, o ambos; hasta cinco millones de dólares, o veinte años de prisión, o ambos. Tratándose de personas jurídicas u otros entes de derecho las multas van desde USD\$2.5 millones a USD\$25 millones.

La sección 20(d) de la *Securities Act*, permite que la SEC también adelante acciones civiles solicitando a una corte distrital que imponga las sanciones correspondientes. Las multas varían conforme al grado de responsabilidad del infractor y dependiendo de su naturaleza; tratándose de personas naturales, la sanción oscila entre los USD\$5,500 a USD\$110,000 y para personas jurídicas el espectro está entre los USD\$55,000 y USD\$550,000. Sin embargo, si el monto de la sanción supera los máximos establecidos, el juez puede imponer una multa hasta por el máximo de las utilidades recogidas por el infractor. Estos montos van directamente a un fondo para la reparación de las víctimas (debidamente reconocidas en sus procesos particulares).

Nótese que la SEC, contrario al caso colombiano de la Superintendencia Financiera o el AMV, no tiene facultades jurisdiccionales sino de mera investigación. Después puede o no solicitar a la corte la imposición de la sanción correspondiente y estipulada en los estatutos bursátiles. Así, la comisión participa del proceso como demandante y sujeto activo del mismo sin ocupar, en ningún

momento el papel de juez con facultades sancionatorias.

5.1.6. ¿Cuál es el marco sancionatorio vigente para el uso indebido de la Información Privilegiada?

En Colombia, en el ámbito de la información privilegiada se distinguen tres tipos de sanciones: una de carácter administrativo, otra de carácter penal y las acciones de clase o de grupo.

Las sanciones estipuladas en la Ley 27 de 1990 y que son de carácter administrativo corresponden a las siguientes:

“Artículo 6o. De ciertas sanciones pecuniarias que puede imponer la Comisión Nacional de Valores. La Comisión Nacional de Valores, sin perjuicio de las facultades que le asignan las leyes vigentes, tendrá además las siguientes:

- a) Imponer, a quienes desobedezcan sus decisiones o violen las normas legales que regulen el mercado de valores o las entidades sujetas a su inspección y vigilancia, multas sucesivas hasta por cinco millones de pesos o hasta por un monto igual al valor de la operación realizada, si este último fuere superior a cinco millones de pesos. Para efectos de determinar la sanción se tendrá en cuenta la gravedad de la infracción y/o el beneficio pecuniario obtenido; (...)³⁰.*

Es necesario recordar que el AMV, en el desarrollo de procesos disciplinarios internos puede imponer las sanciones de la Ley 964 (Art. 26, literal h; y Art. 51 s.s.) que abarca un rango amplio entre la llamada de atención, el pago de multas, la suspensión del cargo u oficio del implicado, o incluso la expulsión y cancelación de la respectiva licencia o acreditación para el ejercicio de labores en empresas y

³⁰ COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 27. (20, febrero, 1990). Diario Oficial. Bogotá D.C.

firmas comisionistas que participan en el mercado de valores.

Adicionales a las sanciones pecuniarias anteriormente expuestas, el Código Penal (Ley 599 de 2000), sanciona la conducta de uso indebido de información privilegiada en los siguientes términos:

“ARTICULO 258. UTILIZACION INDEBIDA DE INFORMACION PRIVILEGIADA. (Artículo modificado por el artículo de la Ley 1474 de 2011): El que como empleado, asesor, directivo o miembro de una junta u órgano de administración de cualquier entidad privada, con el fin de obtener provecho para sí o para un tercero, haga uso indebido de información que haya conocido por razón o con ocasión de su cargo o función y que no sea objeto de conocimiento público, incurrirá en pena de prisión de uno (1) a tres (3) años y multa de cinco (5) a cincuenta (50) salarios mínimos legales mensuales vigentes.

En la misma pena incurrirá el que utilice información conocida por razón de su profesión u oficio, para obtener para sí o para un tercero, provecho mediante la negociación de determinada acción, valor o instrumento registrado en el Registro Nacional de Valores, siempre que dicha información no sea de conocimiento público³¹.

Del análisis de esta disposición se extraen las siguientes conclusiones importantes: en primer lugar, el inciso primero dispone que el sujeto que realiza la acción debe ser miembro de una entidad privada, lo que deja por fuera a funcionarios públicos que puedan tener acceso a la información en razón de su oficio o que puedan divulgarla para alcanzar intereses particulares. Y en segundo lugar, el artículo continúa incurriendo en el error de confundir información privilegiada con información sujeta a reserva. Siguiendo esta línea, el bien que se pretende tutelar por este tipo penal no tiene relación alguna con los datos

³¹ COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 599. (24, julio, 2000). Por la cual se expide el Código Penal. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2000. No. 44.097.

personales de alguna persona, de manera que no puede vincularse a la honra, la intimidad o la dignidad de las personas en particular; esta tipología está orientada a la salvaguarda de las condiciones del mercado y el buen desempeño de agentes que participan en transacciones específicas, como las que ocurren en el mercado de valores. De este modo el Estado garantiza la transparencia y el buen desarrollo de este sector económico, previendo situaciones que afecten el sistema financiero y de manera indirecta, custodiando el patrimonio de los particulares, al garantizarles operaciones claras y confianza en el mercado en el que incursionan. Es importante entender que el tipo penal corresponde a un delito de mera realización que no requiere de una consecuencia determinada para su configuración.

Se enfatiza que, pese a la poca regulación en materia sancionatoria (al menos desde el derecho penal), se presenta un avance en el año 2010. El llamado Estatuto Anticorrupción (Ley 1474 de 2011), modificó el marco sancionatorio del delito de utilización indebida de información privilegiada, incluyendo la pena privativa de la libertad, además de la multa correspondiente y que se venía implementando hasta el momento.

El Proyecto de Ley 142 de 2010 del Senado de la República, que introdujo esta propuesta legislativa, trajo a colación la corrupción como un fenómeno que no solo afecta el sector público sino también el sector privado. Es así como se propuso, desde el marco estatal, sancionar a los sujetos que participan en actos de corrupción privada. Por eso se agravó el delito de utilización indebida de información privilegiada mediante la imposición de una sanción de pena privativa de la libertad.

Una particularidad que tiene el uso indebido de la información privilegiada es que admite las acciones de clase. Éstas están estipuladas en el Art. 76 de la Ley 45 de 1990 que dice:

“Artículo 76. Acciones de clase. Las personas perjudicadas por la ejecución de las prácticas a que se refieren los artículo (...) 75 de la presente ley podrán intentar la correspondiente acción de responsabilidad civil para la indemnización del daño causado, que se tramitará por el procedimiento ordinario, pero con observancia de las reglas previstas por los numerales 3o a 7o y 9o a 15 del artículo 36 del Decreto 3466 de 1982. Para estos efectos, las personas que no comparezcan serán representadas por la (...) Comisión Nacional de Valores (...) La publicación de la sentencia se hará por la (...) Comisión Nacional de Valores, (...), y la notificación del auto que dé traslado de las liquidaciones presentadas, a que se refiere el numeral 13, del mencionado artículo 36, se efectuará por estado.

Parágrafo. La acción a que se hace referencia en el presente artículo podrá ejercerse también cuando quiera que celebren operaciones no representativas de mercado y por el no suministro de información al mercado de valores en las oportunidades que la ley lo exige, casos en los cuales las personas que no comparezcan serán representadas por la Comisión Nacional de Valores”³².

Las acciones de clase, o acciones de grupo, están diseñadas para proteger a un grupo específico de personas que se ven afectadas por una misma causa, identificándose todos con el mismo daño. El número mínimo de afectados que se requiere para adelantar este tipo de acciones es de veinte personas. Las acciones de clase tienen una gran utilidad, garantizan la economía procesal, pues sustituyen una acumulación subjetiva de pretensiones.

Su finalidad es de tipo indemnizatorio y consecuentemente lo que se pretende con esta acción es la reparación por concepto de responsabilidad

³² Op. Cit 8.

civil, como estipula el artículo precedente. Cualquier persona perteneciente al grupo afectado puede instaurar la demanda, siempre mediante apoderado y es una acción de tipo privado, pues no la puede instaurar una persona que no pertenezca al grupo. Para hacer uso de esta acción en el contexto del mercado de valores deberán tenerse en cuenta los requisitos adicionales que planteen las normas de protección del consumidor financiero.

Si el juez encuentra probada la responsabilidad, condenará al demandado al pago de una indemnización a favor del grupo afectado y señalará los requisitos que deben cumplir los beneficiarios para reclamar la indemnización. El fallo tendrá efectos de cosa juzgada en relación con quienes fueron parte en el proceso y de aquellos que perteneciendo al grupo no manifestaron en forma oportuna su decisión de excluirse del mismo.

En este orden de ideas, un inversionista que se vea afectado por transacciones que se realizaron en el mercado de valores con base en información privilegiada, podrá adelantar acciones civiles y penales en contra del sujeto infractor, sin perjuicio de las sanciones disciplinarias y administrativas a que haya lugar.

5.2. La Información Privilegiada desde el enfoque internacional.

Tal importancia tiene el fenómeno de la información privilegiada que distintos foros de discusión internacional e incluso organizaciones de este tipo han adoptado políticas e impulsado el desarrollo de normas que regulen la utilización y el flujo de la información en los sistemas financieros de cada país que están interconectados a nivel global. Para ajustarse a las dinámicas y regulaciones domésticas se hace necesario que las empresas divulguen cierto tipo de información al público con el fin de que ésta haga transparentes sus actuaciones y operaciones en el mercado,

velando por la libre competencia respecto a terceros y la seguridad de aquellos que hacen parte del aparato empresarial, especialmente los accionistas.

Múltiples entidades y reglas del Sistema Financiero Internacional han permeado la doctrina colombiana cuando se trata del manejo de la información. A continuación se evidenciarán otros estudios y estándares que actualmente se acogen en nuestro país.

a. Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Recientemente, y a raíz de la necesidad de que el país se ajuste a los parámetros internacionales en materia de regulación y presentación de información, se han adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), entre las cuales se regula la presentación de la información para los usuarios descritos en la normatividad.

La Ley 1314 de 2009, adoptó el sistema NIIF en aras del aseguramiento de la información para la conformación de un sistema único y homogéneo de alta calidad, comprensible y de forzosa observancia mediante el cual los estados financieros brinden información comprensible, transparente, comparable, pertinente y confiable. Ésta ha de ser útil para la toma de decisiones económicas por parte del Estado, los propietarios, funcionarios y empleados de las empresas, los inversionistas actuales o potenciales y otras partes interesadas. Así se podrá mejorar la productividad, la competitividad y el desarrollo armónico de la actividad empresarial de las personas naturales y jurídicas nacionales o extranjeras. Representan, en conclusión, un lenguaje homogéneo y universal utilizable por distintos mercados caracterizado por principios de relevancia, facilidad en la comprensión, materialidad, fiabilidad, prudencia, comparabilidad, entre otros.

b. **Regulación de la *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*.**

La IOSCO es una organización internacional que reúne los entes autorreguladores del mercado de valores en un foro técnico que permite la elaboración de políticas unificadas para este sector. Promueve la adhesión, por parte de los entes de control, a criterios y estándares internacionales que permiten el mejoramiento de las regulaciones sobre valores en el marco internacional.

En el “*Report of the Emerging Markets Committee of the IOSCO: Insider Trading. How Jurisdictions Regulate it*”, esta organización ha concluido algunos parámetros que pueden ser de utilidad para que las legislaciones de los distintos países armonicen sus conceptos en torno a la definición de la información privilegiada.

La IOSCO recomienda que la definición se centre alrededor de dos criterios importantes:

- i. **Confidencialidad:** entendida como la información que no ha sido divulgada al público, con requerimientos importantes para su revelación. Se recomienda que las jurisdicciones tengan procedimientos y bases de datos claras respecto a quién manipula la información y en qué tiempo. También hay restricciones especiales sobre la no realización de transacciones hasta que los inversionistas tengan la oportunidad de actuar en base a la información disponible.
- ii. **Materialidad:** buscan plasmar criterios fácticos, objetivos y homogéneos que permitan determinar esta característica en los términos que vimos anteriormente. Se recomienda, por ejemplo, tener un catálogo de eventos que podrían acogerse a este criterio. También se habla de la adopción de disposiciones que establecen que un movimiento del precio de un valor con

posterioridad a la publicación de información privilegiada es un buen indicador y el objetivo de la materialidad de la información; o la adopción de disposiciones que establecen que el comportamiento de una persona que realiza una actividad económica en base a información particular (por ejemplo, que el inversionista concluyó una transacción inusualmente grande), es evidencia de que, en su entendimiento, la información tenía esta característica; de igual modo la adopción de disposiciones que establezcan que, para ser material, la información debe relacionarse con la del emisor o de los valores admitidos a cotización en un mercado regulado.

c. Regulación de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD).

La OECD es una organización que busca la cooperación en torno al sector económico para el mejoramiento continuo de los índices de desarrollo de los países miembros (generalmente del primer y segundo mundo) de la organización y de países no miembros. Igualmente se destaca por la monitorización continua de los índices correspondientes a crecimiento y desarrollo económico en todo el mundo. Parte esencial del trabajo de la OECD radica en generar estándares y recomendaciones a los países alrededor del mundo para adaptar sus legislaciones a parámetros unificados de entendimiento global.

Un ejemplo de esta última labor y que toca el tema que compete a esta investigación es el estudio *“Misuse of Privileged Information: COSRA/IARC/Latin American Roundtable SURVEY”* del 15 de septiembre de 2011.

En esta oportunidad, la OECD en compañía de la IOSCO, indagaron sobre algunas temáticas en torno a la problemática del uso indebido de la información privilegiada cuando se trata de grandes compañías de dominio público. Las recomendaciones generales arrojadas por la OECD y derivadas este sondeo son

las siguientes:

Primero, recomienda que la responsabilidad de prevenir el uso indebido de la información privilegiada corresponde no solo a las Autoridades de Control sino también a los Órganos de Dirección de las sociedades. Sobre este punto, resulta innegable que la responsabilidad compartida entre los organismos de control, a nivel interno y externo, de las compañías es un factor determinante en la regulación y prevención en el contexto del uso indebido de la información privilegiada.

También los órganos de administración y control internos responsables al interior de una sociedad resultan determinantes en la delimitación de qué información revelar, su calificación y quiénes tienen acceso a ella. De igual modo, al componerse por pocos individuos facilita, de alguna manera, el vaivén de ésta y evita las potenciales fugas que representa un órgano colegiado de mayor proporción.

Si bien es responsabilidad de los organismos de autorregulación y control estatal la verificación del cumplimiento de estos estándares, resulta para estos una carga operativa enorme que necesariamente debe ser desplazada a los particulares. Pero esta situación no puede ser un aliciente para descuidar las funciones estatales en la regulación de mercados tan importantes como el de valores, del que pueden derivar fallas y fracturas importantes que impactan directamente en los indicadores macroeconómicos del crecimiento y el desarrollo; esto sin perjuicio del deber estatal del cuidado de su patrimonio e indirectamente, del patrimonio de los particulares.

Segundo, se dice que los Entes de Administración deben reforzar las prácticas y políticas en torno al uso de información de carácter privilegiado. En este punto, es importante que los entes de dirección gestionen la agenda de las políticas en

cuanto al manejo sobre la información privilegiada. Estos instrumentos deben ser de carácter abstracto pero con el suficiente grado de especificidad para que cualquier eslabón dentro de la compañía pueda estudiarlo y entenderlo. Las juntas directivas deben comprender que la información de carácter privilegiado no es un tema sencillo de abordar y que no siempre el flujo de la misma llegará a los sujetos inicialmente planteados. Por esta razón es importante que todos estén permeados de qué es y en qué momento divulgar la información.

Tercero, los códigos y estándares referentes a esta materia deben ser más minuciosos y detallados. Esto con el fin de guiar correctamente a las compañías en la formulación de reglas y políticas alrededor de la información.

Cuarto, las Autoridades de Control deben promover el fomento de la educación financiera (cursos, programas, charlas, asesorías, entre otros) y el conocimiento del sector. Así cumplen con su deber de vigilancia y contribuyen a un mejor y más estricto funcionamiento del sistema.

Las transacciones en el mercado por parte de personas que puedan ser consideradas como *insiders* en una compañía deben ser lo más transparentes posibles. Si las personas con acceso a la información privilegiada tienen restricciones en cuanto a las operaciones que despliegan y que concuerden (por coincidencia o no) con el valor o emisor relacionado con la información, restringe el rango de acciones y conductas desplegadas bajo el uso indebido de la misma.

Y quinto, las autoridades correspondientes deben compartir con otras jurisdicciones sus experiencias sobre la regulación y su imposición en sus respectivos regímenes. Esto resalta la cooperación internacional y permite aprender de los errores o éxitos de jurisdicciones similares, como es el caso latinoamericano y que se expone en este informe.

5.3. Conclusiones.

La gestión del riesgo de mercado por parte de las entidades del sistema financiero es de suma importancia teniendo en cuenta que en ellas, y en su estructura, se basa buena parte del desarrollo de la economía nacional, siendo factores determinantes en su evolución. Es por eso que desde la Constitución se hace necesario reglamentar el funcionamiento de los agentes intermediarios en el mercado de la Bolsa.

Se desarrolla esta intervención en el Artículo 1 de la Ley 964 de 2005 en donde se explican los motivos y parámetros de la intervención estatal en la regulación del mercado de valores buscando objetivos claros de la protección de los inversionistas, el desarrollo y eficiencia del mercado de valores, el manejo del riesgo derivado del sistema financiero y la preservación de la transparencia e integridad del sistema bursátil.

Para alcanzar estos objetivos el Estado ha fijado también criterios de intervención que pretenden la distribución equitativa de los costos, al igual que la supervisión de los mismos acatando criterios de costo beneficio. También se busca impedir las prácticas restrictivas de la competencia mediante la divulgación de información oportuna, completa y exacta. El mercado de valores resulta ser un mecanismo eficiente para ese objetivo y por eso es necesario que se garantice la confianza de las personas que en él participan. Ahora, si bien una de las principales medidas de protección corresponde a la existencia de herramientas que aseguren el flujo de la información en forma oportuna, exacta y veraz, el marco de protección jurídica debe ir más allá y proponer regulaciones contra las prácticas engañosas, fraudulentas o que ejerzan manipulación de la información privilegiada. Es así como los ejes fundamentales del mercado están ligados a la provisión de información que permita no solo la protección del inversionista sino su participación confiada en sus asesores y el sistema. Un mercado que no cuenta

con estas cualidades no puede considerarse en ningún modo, un mercado transparente.

Como se ha logrado evidenciar en el transcurso de este trabajo, las conductas tendientes a la defraudación del mercado requieren de una estricta regulación que permita garantizar la transparencia y democratización del mismo. Por eso se hace verdaderamente importante la regulación del uso indebido de la información privilegiada para la consecución de objetivos que permitan el acceso a nuevas formas de inversión más seguras y confiables y que el mercado sea llamativo para personas que normalmente no incursionan en él.

Adicionalmente, estas regulaciones deben ir acompañadas de alto grado de compromiso y responsabilidad por parte de los intermediarios, que deben cumplir a cabalidad con su deber de guiar y aconsejar a sus clientes sin incurrir en faltas que constituyan divulgación de información privilegiada.

En el tema que se aborda, es decir el uso de la información privilegiada, y teniendo como referencia la experiencia de jurisdicciones y mercados internacionales más desarrollados que el colombiano, se propone la siguiente interpretación sobre qué es la información privilegiada:

Se considerará información privilegiada aquella que en el contexto del mercado de valores y las operaciones bursátiles cumpla con los siguientes dos criterios:

- **Criterio de Confidencialidad:** *debe tratarse de información que no haya sido revelada al público en general, existiendo el deber de hacerlo.*
- **Criterio de Materialidad:** *la información debe representar para el inversionista diligente un factor determinante en la toma de una decisión respecto a la negociabilidad (comprar, vender o mantener) del valor; aportándole una utilidad o menor pérdida por su utilización y que correlativamente refleje un costo de oportunidad para los demás*

inversionistas.

Como se evidencia, esta interpretación procura marcar una diferenciación entre la información sujeta a reserva y la información privilegiada, pues si bien ambas implican confidencialidad, es necesario entender que este último criterio se refiere a la no publicidad de la información sino hasta cierto momento específico y que en razón de esta publicación oportuna se genera un costo de oportunidad para los participantes en el mercado.

Se complementa la interpretación con el siguiente catálogo de conductas teniendo en mente que la mayoría de los casos, tanto a nivel nacional como internacional, se circunscriben a estos dos eventos:

Se considera que hay uso indebido de la información privilegiada, en el mercado de valores, cuando:

- *Una persona natural:*
 - *Siendo administrador de una sociedad o asistiéndole un deber fiduciario con ésta, haga uso para sí de la información material o la revele a un tercero para la obtención de beneficios propios o ajenos.*
 - *Siendo un tercero y habiendo adquirido la información por la fuente directa u otro agente particular, haga uso del dato material para la realización de operaciones en el mercado que le propicien una utilidad o la menor pérdida de la inversión.*
- *Una persona jurídica: teniendo el deber de hacer pública la información material, no lo haga cuando se vea en la necesidad de:*
 - *Enmendar errores en información previamente entregada al público.*
 - *Responder a inquietudes por parte de los agentes vinculados al mercado.*
 - *Cuando propicie, autorice o a sabiendas deje pasar conductas de uso indebido de información privilegiada por parte de sus asociados,*

empleados o vinculados económicos.

Se recomienda extender la definición del uso indebido de la información privilegiada a personas jurídicas que hacen uso de ella, pues también son participantes activos en el mercado de valores. Los entes jurídicos también son miembros de otras sociedades que cotizan en bolsa y emiten valores en el contexto bursátil; si bien las decisiones se orientan a los órganos de dirección que se componen por personas naturales, se debe enfocar una legislación que articule esta problemática directamente en los órganos de administración y que se generen mejores políticas para el cumplimiento y mejoramiento de los estándares internacionales en la materia. Al incluir a las personas jurídicas, se genera un avance y se estimulan las buenas prácticas de gobierno corporativo.

También es necesario recordar que la Ley exige a los participantes en el mercado de valores dos obligaciones en particular: divulgar la información que exigen los organismos de control y que permiten el cumplimiento de los principios del mercado de valores y no divulgar la información relativa a estos asuntos que sea de carácter privilegiado.

Adicionalmente, se incluye la aceptación del deber de confianza en razón de una obligación fiduciaria, no meramente entendida desde las labores de administración de la Ley 222 de 1995, sino en base a los siguientes términos:

Se entiende que existe el deber fiduciario cuando:

- *Entre una persona natural y una jurídica se aprecia un vínculo jurídico en razón de un oficio desempeñado, se establezca una relación de confianza que implique la discreción y la obligación de no divulgación y confidencialidad de la información.*
- *Cuando en razón de vínculos desarrollados por relaciones familiares o afectivas, se desarrolla el deber de confianza y no divulgación de la*

información en razón de la cercanía de los sujetos.

En cuanto a desventajas de la interpretación sobre el uso indebido de información privilegiada se evidencia que no se ha logrado objetivar qué es la información privilegiada de una forma técnica, dado que el ámbito del criterio de materialidad requiere necesariamente de un juicio subjetivo teniendo como referente el inversionista diligente y responsable. El vacío de la normatividad en cuanto a la interpretación sobre la diligencia del inversionista atendiendo a su grado de experiencia en el mercado y habitualidad en las operaciones, debe ser subsanado, al menos desde la interpretación que hacen de la misma los organismos de regulación y control (SIF y AMV), ajustando las sanciones de conformidad con la calidad del inversionista.

Se logró identificar con claridad las entidades que regulan, controlan y vigilan el mercado de valores: el AMV y la Superintendencia Financiera. Su relación de cooperación permanente ha permitido evitar duplicidad en las funciones que desempeñan y conjuntamente han logrado desarrollar un mercado joven y en expansión, confiable a los ojos del inversionista nacional y extranjero. Tienen el deber de impulsar la democratización del mercado y de incentivar al pequeño inversionista mediante programas de educación a la incursión en nuevos riesgos y diversificación de su portafolio financiero.

Estableciendo el marco comparativo con el mercado de la bolsa de valores de los Estados Unidos de América se encuentra que la mayor diferencia radica en el tratamiento de la fuente jurisprudencial que aportan los Tribunales de ese país y un alto grado de participación de los inversionistas afectados en la búsqueda de reparación de daños, ya sea mediante acciones de tipo penal o civil. Contraria es la situación en nuestro país, en donde el marco sancionatorio todavía resulta poco rígido (al menos desde el grado de la sanción) y la regulación está orientada solo a personas naturales del sector privado; propiciando la realización de delitos de

cuello blanco en el sistema que pasan desapercibidos, a no ser que se conviertan en un escándalo nacional por impulso mediático.

Finalmente resta mencionar la trascendencia económica que conlleva la manipulación de la información en las operaciones del mercado mundial en transacciones bursátiles. Respaldo en principios de transparencia se aumentará la confianza en el inversionista, lo que permite el fortalecimiento de las sociedades, en especial aquellas que son abiertas. Igualmente, la existencia de organismos técnicos que permiten la discusión y cooperación en el contexto internacional del sistema financiero, facilita y mantiene abierto el foro de discusión entre distintos agentes que gestionan esta problemática en el contexto particular de sus jurisdicciones, aprendiendo de otros, bien sea de sus errores o de sus logros, construirán y fortalecerán sus propias arquitecturas haciendo de sus mercados no solo llamativos, sino logrando un índice importante de estabilidad, que se verá reflejado en factores macroeconómicos y que arrojan como resultado economías más fuertes y más inclusivas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

Referencias Normativas y de Regulación Nacional.

- COLOMBIA. Constitución Política de Colombia de 1991. [En línea]. Disponible en: <<http://www.constitucioncolombia.com/indice.php>> Consultado el 16 de septiembre de 2014, 9:17.
- COLOMBIA. AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Documento de Política DP-39. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110725221020.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:23 a.m.
- COLOMBIA. AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Documento de Investigación DI-11. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20130228163708.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:23 a.m.
- COLOMBIA. AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Consulta 015-2010. [En línea]. Disponible en: <<http://amvcolombia.org.co/attachments/data/20101116195218.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:25 a.m.
- COLOMBIA. AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Consulta 013-2011. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110420170032.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:26 a.m.
- COLOMBIA. AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Consulta 030-2011. [En línea]. Disponible en: <<http://amvcolombia.org.co/attachments/data/20111126172849.pdf>>

Consultado el 20 de abril de 2015. 10:27 a.m.

- COLOMBIA. CÁMARA DE REPRESENTANTES DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Proyecto de Ley 033. (23, julio, 2004). Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Gaceta del Congreso. Bogotá D.C., 2004. No. 387. [En línea]. Disponible en: http://www.imprenta.gov.co/gacetap/gaceta.nivel_3 Consultado el 20 de abril de 2015. 9:23 a.m.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 45. (18, Diciembre, 1990). Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C. [En línea]. Disponible en: http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-2ecd7f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b Consultado el 20 de abril de 2015. 8:35 a.m.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 35. (5, enero, 1993). Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada

con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público y se dictan otras disposiciones en materia financiera y aseguradora. Diario Oficial. Bogotá D.C., 1993. No. 40.710. [En línea]. Disponible en: <http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0035_1993.html> Consultado el 20 de abril de 2015. 8:39 a.m.

- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 222. (20, dieicmbre, 1995). Por la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C., 1995. No. 42.156. [En línea]. Disponible en: <http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0222_1995.html> Consultado el 20 de abril de 2015. 8:42 a.m.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 226. (20, diciembre, 1995). Por la cual se desarrolla el artículo 60 de la Constitución Política en cuanto a la enajenación de la propiedad accionaria estatal, se toman medidas para su democratización y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C., 1995. No. 42.159. [En línea]: <http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0226_1995.html> Consultado el 20 de abril de 2015. 8:46 a.m.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 510. (3, agosto, 1999). Por la cual se dictan disposiciones en relación con el sistema financiero y asegurador, el mercado público de valores, las Superintendencias Bancaria y de Valores y se conceden unas facultades. Diario Oficial. Bogotá D.C., 1999. No 43.654. [En línea]. Disponible en: <http://200.75.47.49/senado/basedoc/ley/1999/ley_0510_1999.html> Consultado el 20 de abril de 2015. 9:10 a.m.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 599. (24, julio, 2000). Por la cual se expide el Código Penal. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2000. No.

44.097. [En línea]. Disponible en:
<http://200.75.47.49/senado/basedoc/ley/2000/ley_0599_2000.html>

Consultado el 20 de abril de 2015. 9:16 a.m.

- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 795. (14, enero, 2003). Por la cual se ajustan algunas normas del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2003. No. 45.064. [En línea]. Disponible en:
<http://200.75.47.49/senado/basedoc/ley/2003/ley_0795_2003.html>

Consultado el 20 de abril de 2015. 9:18 a.m.

- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964. (8, julio, 2005). Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2005. No. 45.963. [En línea]. Disponible en:
<http://200.75.47.49/senado/basedoc/ley/2005/ley_0964_2005.html>

Consultado el 20 de abril de 2015. 9:20 a.m.

- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 1314. (13, julio, 2009). Por la cual se regulan los principios y normas de contabilidad e información financiera y de aseguramiento de información aceptados en Colombia, se señalan las autoridades competentes, el procedimiento para su expedición y se determinan las entidades responsables de vigilar su cumplimiento. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2009. No. 47.409. [En línea]. Disponible en:
<http://200.75.47.49/senado/basedoc/ley/2009/ley_1314_2009.html>

Consultado el 20 de abril de 2015. 9:31 a.m.

- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 1328. (15, julio, 2009). Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2009. No. 47.411. [En línea]. Disponible en: <http://200.75.47.49/senado/basedoc/ley/2009/ley_1328_2009.html> Consultado el 20 de abril de 2015. 9:33 a.m.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 1474. (12, julio, 2011). Por la cual se dictan normas orientadas a fortalecer los mecanismos de prevención, investigación y sanción de actos de corrupción y la efectividad del control de la gestión pública. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2011. No. 48.128. [En línea]. Disponible en: <http://200.75.47.49/senado/basedoc/ley/2011/ley_1474_2011.html> Consultado el 20 de abril de 2015. 9:36 a.m.
- COLOMBIA. CORTE CONSTITUCIONAL. Sentencia C- 057 de 1994. M.P. Fabio Moron Diaz. Bogotá D.C., 1994. [En línea]. Disponible en: <<http://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/1994/c-057-94.htm>>
- COLOMBIA. CORTE CONSTITUCIONAL. Sentencia C-538 de 1997. M.P. Eduardo Cifuentes Muñoz. Bogotá D.C., 1997. [En línea]. Disponible en: <<http://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/1997/c-538-97.htm>>
- COLOMBIA. CORTE CONSTITUCIONAL. Sentencia C-692 de 2007. M.P. Rodrigo Escobar Gil. Bogotá D.C., 2007. [En línea]. Disponible en: <<http://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/2007/c-692-07.htm>>
- COLOMBIA. CORTE CONSTITUCIONAL. Sentencia C-1011 de 2008. M.P. Jaime Córdoba Triviño. Bogotá D.C., 2008. [En línea]. Disponible en: <<http://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/2008/c-1011-08.htm>>
- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO,

SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución 400. (22, mayo, 1995). Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por la Sala General de la Superintendencia de Valores y se integran por vía de referencia otras. [En línea]. Disponible en: <http://www.bancoagrario.gov.co/acerca/Documents/Resolucion_400_95.pdf> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:13 a.m.

- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución 1200. (22, diciembre, 1995). Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por el Superintendente de Valores. [En línea]. Disponible en: <http://www.bancoagrario.gov.co/acerca/Documents/Resolucion_1200_95.pdf> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:14 a.m.
- COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 1172. (14, mayo, 1980). Por el cual se regula la actividad de los comisionistas de bolsa. Bogotá D.C., 1980. [En línea]. Disponible en: <<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:SGxCilCtOhQJ:amvcolombia.org.co/attachments/data/2007041041210.doc+&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=co>> Consultado el 20 de abril de 2015. 9:42 a.m.
- COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Bogotá D.C., 2010. [En línea]. Disponible en: <<http://www.minhacienda.gov.co/portal/page/portal/HomeMinhacienda/regulafinan/Decretos/2010/DUACTUENE2013.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 9:45 a.m.
- COLOMBIA. SENADO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Proyecto de Ley 142. (7, septiembre, 2010). Por la cual se dictan normas orientadas a

fortalecer los mecanismos de prevención, investigación y sanción de actos de corrupción y la efectividad del control de la gestión pública. Gaceta del Congreso. Bogotá D.C., 2010. No. 607. [En línea]. Disponible en: <http://www.imprenta.gov.co/gacetap/gaceta.nivel_3> Consultado el 20 de abril del 2015. 9:27 a.m.

- COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. 2006034168-002. 6 de octubre de 2006. [En línea]. Disponible en: <<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=15633>> Consultado el 12 de junio de 2015.
- COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Concepto 2007057761-003. 28 de noviembre de 2007. [En línea]. Disponible en: <<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Normativa/Conceptos2007/2007057761.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:01 a.m.
- COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Concepto 2009002090-001. 31 de marzo de 2009. [En línea]. Disponible en: <<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:M8usjH5EUvAJ:https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf%3FlServicio%3DPublicaciones%26lTipo%3Dpublicaciones%26lFuncion%3DloadContenidoPublicacion%26id%3D16068%26dPrint%3D1+&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=co>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:11 a.m.
- COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. Circular No. 20. (4, noviembre, 1997). [En línea]. Disponible en: <<http://www.supersociedades.gov.co/superintendencia/normatividad/circulares-externas/Normatividad%20Circulares%20Externas/546.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:16 a.m.

- COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. Circular No. 100-006. (25, marzo, 2008). [En línea]. Disponible en: <<http://www.supersociedades.gov.co/Web/circulares%20externas/circular%20externa%20006.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:17 a.m.
- COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. Oficio 220-042235. 2007. [En línea]. Disponible en: <<http://www.supersociedades.gov.co/superintendencia/normatividad/conceptos/conceptos-juridicos/Normatividad%20Conceptos%20Juridicos/27489.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:19 a.m.
- COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. Oficio 220-016945. 2014. [En línea]. Disponible en: <<http://www.supersociedades.gov.co/superintendencia/normatividad/conceptos/conceptos-juridicos/Normatividad%20Conceptos%20Juridicos/220-016945.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:20 a.m.
- COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 07 del 5 de marzo de 2009. Sala de Decisión 11. [En línea]. Disponible en: <<http://amvcolombia.org.co/attachments/data/20090929124356.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:39 a.m.
- COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 11 del 22 de septiembre de 2009. Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del AMV. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20090929124258.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:40 a.m.

- COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 6 del 11 de julio de 2007. Tribunal disciplinario AMV. Sala de Decisión 2. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20080606182147.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:42 a.m.
- COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 4 del 27 de mayo de 2008. Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del AMV. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20080606182642.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:42 a.m.
- COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 10 del 18 de octubre 2007. Tribunal Disciplinario AMV, Sala de Decisión 2. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20080606182808.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:43 a.m.
- COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 3 del 27 de mayo de 2008. Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del AMV. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20080606182929.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:44 a.m.
- COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 9 del 17 de octubre de 2007. Tribunal Disciplinario del AMV. Sala de Decisión No. 2. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20081020114506.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:45 a.m.

- COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 1 del 28 de enero de 2008. Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del AMV. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20080606190421.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:46 a.m.
- COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 04 del 25 de mayo de 2007. Tribunal Disciplinario del AMV. Sala de Decisión 2. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20091113131922.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:47 a.m.
- COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Resolución No. 4 del 26 de julio de 2007. Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del AMV. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20091113132033.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:47 a.m.
- COLOMBIA. TRIBUNAL DISCIPLINARIO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Acuerdo de Terminación Anticipada No. 37 de 2007 celebrado entre AMV y Jaime Alberto Giraldo Vélez. [En línea]. Disponible en: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/2007112195827.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:48 a.m.

Referencias Normativas y de Regulación Internacional.

- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. CONGRESS. Securities Act. (1933). [En línea]. Disponible en: <<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>> Consultado

el 20 de abril de 2015. 10:52 a.m.

- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. CONGRESS. Securities Exchange Act. (1934). [En línea]. Disponible en: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:53 a.m.
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. CONGRESS. Investment Company Act. (1940). [En línea]. Disponible en: <http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:54 a.m.
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. CONGRESS. Sarbanes-Oxley Act. (2002). [En línea]. Disponible en: <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:55 a.m.
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. CONGRESS. Dodd-Frank Act. (2010). [En línea]. Disponible en: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>> Consultado el 20 de abril de 2015. 10:57 a.m.
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. COURT OF THE DISTRICT OF PENNSYLVANIA. Ketchum v. Green. (1976). [En línea]. Disponible en: <http://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/415/1367/2248724/>> Consultado el 15 de abril de 2015. 14:03.
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. DISTRICT COURT OF NEW YORK. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. (1966). [En línea]. Disponible en: <http://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/258/262/1510735/>> Consultado el 21 de abril de 2015. 19:36.

- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. COURT OF THE SECOND DISTRICT OF NEW YORK. Superintendent of Insurance of New York v. Bankers Life & Casualty Co. (1971). [En línea]. Disponible en: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/404/6/case.html>> Consultado el 15 de abril de 2015. 14:00.
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. FIFTH DISTRICT COURT. Brown v. Ivie. (1981). [En línea]. Disponible en: <<http://www.justice.gov/sites/default/files/osg/briefs/1998/01/01/98-0643.resp.pdf>> Consultado el 15 de abril de 2015. 14:12.
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SECURITIES EXCHANGE COMMISSION. SEC v. Cady Roberts & Co. [En línea]. Disponible en: <<http://insidertrading.procon.org/sourcefiles/CadyRobertsCo.pdf>> Consultado el 04 de abril de 2015. 11:10
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SECURITIES EXCHANGE COMMISSION. SEC v. Materia. [En línea], disponible en: <<http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/745/197/129201/>> Consultado el 05 de abril de 2015. 15:22
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SECURITIES EXCHANGE COMMISSION. Selective Disclosure and Insider Trading. Documento 17 CFR Parts 240, 243, and 249. Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99. RIN 3235-AH82. (2000) [En línea]. Disponible en: <<http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>> Consultado el 04 de abril de 2015. 12:30 p.m.
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SUPREME COURT. United States v. O'Hagan. (1997). [En línea]. Disponible en:

<<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/521/642/>> Consultado el 20 de abril de 2015. 11:00 a.m.

- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SUPREME COURT. United States v. Chiarella. (1980). [En línea]. Disponible en: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/445/222/case.html>> Consultado el 20 de abril de 2015. 11:01 a.m.
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SUPREME COURT. United States v. Dirks. (1983). [En línea]. Disponible en: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/463/646/>> Consultado el 20 de abril de 2015. 11:02 a.m.
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SUPREME COURT. Carpenter v. United States. (1987). [En línea]. Disponible en: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/484/19/case.html>> Consultado el 20 de abril de 2015. 11:06 a.m.
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. SUPREME COURT. Affiliated Ute Citizens v. United States. (1972). [En línea]. Disponible en: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/406/128/>> Consultado el 20 de abril de 2015. 11:06 a.m.

Referencias Doctrinales a nivel nacional e internacional.

- BRODSKY, David M y HAMMEL, Jeff G. The Fraud on the Market Theory and Securities Fraud Claims. New York Law Journal. Volumen 230 No. 82. 2003. [En línea]. Disponible en: <<http://www.lw.com/upload/pubContent/pdf/pub835.pdf>> Consultado el 03 de abril de 2015.

- FRADIQUE-MENDEZ L., Carlos. Guía Colombiana del Mercado de Valores. 2014. [En línea]. Disponible en: http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-43b8314e_131f8d4ef34_-1888c0a84c5b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b Consultado el 03 de abril de 2015. 9:39 a.m.
- PRADA PUGA, Arturo. Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: su alcance, contenido y límites. Revista Chilena de Derecho Vol. 30 No. 2. Sección Estudios. 2003. P.p. 237-269. [En línea]. Disponible en: dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2650285.pdf Consultado el 29 de octubre de 2014. 12:57.
- SODERQUIST, Larry. Understanding Securities Law. 4 Ed. New York. Practising Law Institute. 2003.
- TORRADO ANGARITA, Jorge. El uso indebido de la información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense. Revista de Derecho Privado 39. Universidad de Los Andes. Mayo de 2008. [En línea]. Disponible en: http://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com_revista/archivos/derechoprivado/pri125.pdf Consultado el 27 de octubre de 2014. 14:53.

Referencias de Organismos Internacionales.

- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD). Misuse of Privileged Information: COSRA/IARC/Latin American Roundtable SURVEY. 15 de septiembre de 2011. [En línea]. Disponible en: <<http://www.oecd.org/daf/ca/49059707.pdf>> Consultado el 03 de abril de 2015. 8:26 a.m.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Report of the Emerging Markets Committee of the IOSCO: Insider Trading. How Jurisdictions Regulate it. PD-145. Marzo de 2003. [En línea]. Disponible en: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>> Consultado e 03 de abril de 2015. 8:16 a.m.
- UNIÓN EUROPEA. Directiva 2003/6/EC. Parlamento Europeo. 28 de enero de 2003. [En línea]. Disponible en: <https://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_03_6.pdf> Consultado el 03 de abril de 2015. 8:31 a.m.

Otras Referencias.

- Diccionario de la Real Academia Española. “Información privilegiada”. Sitio Web Real Academia Española. [En línea]. Disponible en: <<http://lema.rae.es/drae/?val=informaci%C3%B3n>> Consultado el 16 de septiembre de 2014, 8:37.
- HAVEL. Una historia que todo inversor debería leer. Rankia, Comunidad Financiera. 2009. [En línea]. Disponible en: <<http://www.rankia.com/blog/optinver/407460-historia-que-todo-inversor-deberia-leer>> Consultado el 02 de septiembre de 2014. 8:58.